



# Entretiempos: la economía necesita otros cambios

## Resumen y conclusiones

La renuncia del secretario de comercio Roberto Feletti esta semana puede leerse como un movimiento dentro de la interna de la coalición gobernante. Pero, antes que eso -y seguro más importante- es una admisión de derrota de todo el gobierno sobre la efectividad de la principal apuesta que tenía para contener la inflación.

La inflación es el principal cabo suelto hoy en el armado macro para la que ni el gobierno ni el acuerdo con el FMI proveen un tratamiento sistemático.

La idea de que el acuerdo con el FMI podía resultar como un estabilizador de las expectativas es cada vez más lejana. La evolución reciente de las principales metas acordadas -fiscales, monetarias y de reservas- se encaminan a un triple incumplimiento. El acuerdo, que nació light, corre riesgo de volverse decorativo.

El paso del tiempo perjudica a todas las partes: al gobierno, al FMI y a la economía. Más temprano o más tarde, habrá que introducir cambios. La postergación de ellos solo puede agravar los problemas actuales.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Tomas Ruiz Palacios**  
Estratega de Renta Fija

**Melina Costanzo**  
Analista

**Dan Gonen**  
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302  
WO Barrio Parque  
Bureaux Módulo IV  
3er Piso  
C1425DFE

## Entretiempo: la economía necesita otros cambios

---

La renuncia del secretario de comercio Roberto Feletti esta semana puede leerse como un movimiento dentro de la interna de la coalición gobernante. Pero antes que eso -y seguro más importante- es una admisión de derrota de todo el gobierno sobre la efectividad de la principal apuesta que tenía para contener la inflación.

Los registros de 6,7% y 6,0% de marzo y abril dejaron a la inflación como el principal cabo suelto dentro del armado macro. Y sucede en un momento donde no es para nada evidente que lo peor haya quedado atrás: el ajuste de tarifas, la aceleración del ritmo de devaluación y la renegociación de paritarias fueron factores que hasta aquí no habían tenido un rol protagónico, pero que seguramente agregarán presión en este frente de aquí en más.

El resultado de la inflación de marzo y abril puede haber ido más lejos de lo esperado, pero no es casual. El tratamiento de la inflación es la principal omisión que hubo en el acuerdo con el FMI. El acuerdo admite demasiadas interpretaciones, pero ninguna de ellas es la de un plan de estabilización o antinflacionario. Bastante antes de lo esperado, esa “omisión” está pasando factura corrosiva para ambas partes.

Como señalamos en nuestro reporte del 28 de enero pasado (*Habemus Pactum*, [link](#)), el acuerdo fue concebido como buen punto medio para que gobierno y FMI puedan patear hacia adelante la tarea de empezar a resolver desequilibrios estructurales. Lo que no era claro entonces y es menos claro hoy es si esa conveniencia de incentivos también se extendía para la economía, que iba a seguir acumulando desequilibrios durante al menos dos años más y lo iba a empezar a manifestar con signos crecientes de deterioro macro (alta inflación y bajo crecimiento).

Apenas cuatro meses más tarde, estamos en un punto donde: i) la inflación es el principal problema macro; ii) quedó completamente fuera de la agenda de política económica; iii) la principal apuesta de estabilización está centrada el acuerdo con el FMI cuya posibilidad de cumplimiento en sus metas no solo es cada vez mas remoto, sino que plantea desafíos políticos para ambos lados de la mesa que necesitan de un tratamiento rápido.

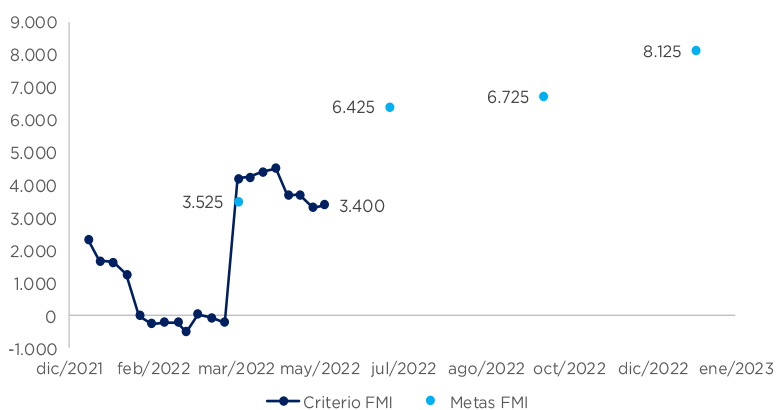
## Entretiempo: la economía necesita otros cambios

A continuación, analizamos como viene hasta aquí el cumplimiento de las principales metas acordadas, y proyectamos como puede seguir su evolución en los próximos meses.

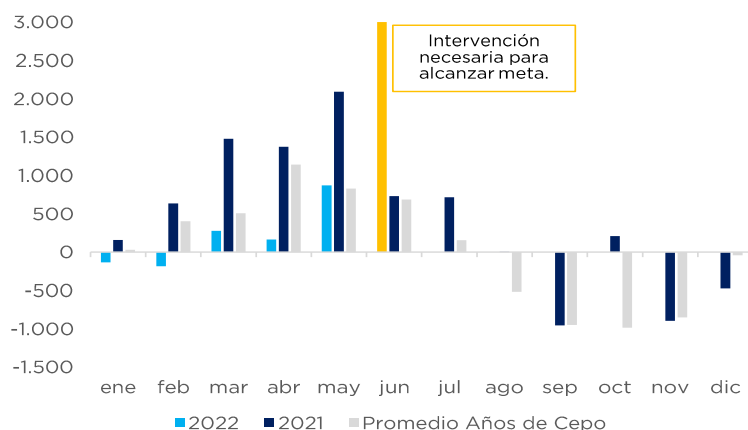
### META DE RESERVAS:

La meta de reservas es sin dudas la más comprometida: faltando apenas un mes para que termine el trimestre y la “temporada alta” de liquidación de divisas, el BCRA todavía debe sumar reservas netas por USD 3.000 M, una tarea que parece casi imposible, para llegar desde los USD 3.400 M actuales a los USD 6.425 M requeridos. Para lograrlo, debería tener un mes de junio casi epopéyico: tanto el año pasado (se compraron USD 727 M en ese mes) como el promedio de los años de cepo (con compras por USD 685 M) marcan la dificultad de alcanzar tal número. Asimismo, el nuevo Fideicomiso de Resiliencia y Sostenibilidad del Fondo (que representará para la Argentina USD 1.300 M “del cielo”) se estima que entrará en vigor en octubre, por lo que no podrá ayudar a las metas de junio ni de septiembre.

Reservas Netas vs Metas FMI  
(en millones de USD)



Intervención en el MULC del BCRA  
(en millones de USD)



Fuente: Consultatio en base a BCRA y FMI.

## Entretiempo: la economía necesita otros cambios

---

Pero esto no es lo más desafiante. Si bien la meta de junio se perfila para resultar en un incumplimiento moderado, si pensamos en el mediano plazo la meta de diciembre podría tener un margen de error exponencialmente mayor. Esto se debe a que se espera que el BCRA sume reservas netas en el segundo semestre por USD 1.700 M sin contar que, en el promedio de los años de cepo, el BCRA debió incurrir en ventas promedio por USD 3.700 M debido a la estacionalidad negativa de tales períodos.

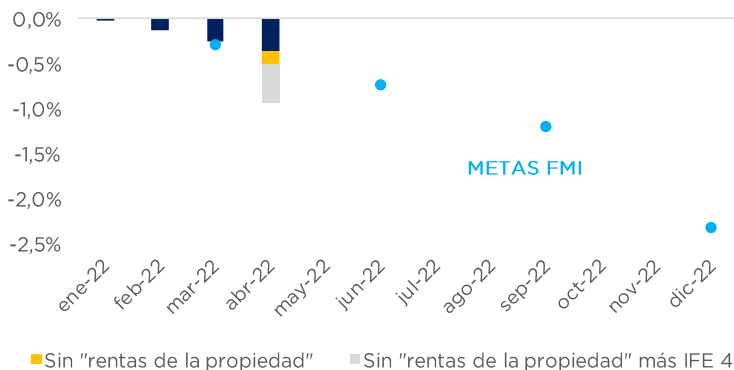
### **META FISCAL:**

El resultado fiscal de abril estuvo en línea con lo esperado: el gobierno registró un déficit primario de \$79,2 MM y el cuatrimestre cerró con un déficit de \$271,9 MM. Si bien los resultados fiscales del primer trimestre cumplieron con la meta acordada con el FMI, que parecía a priori bastante sencilla, el arranque del segundo trimestre 2022 plantea hacia adelante un gran desafío.

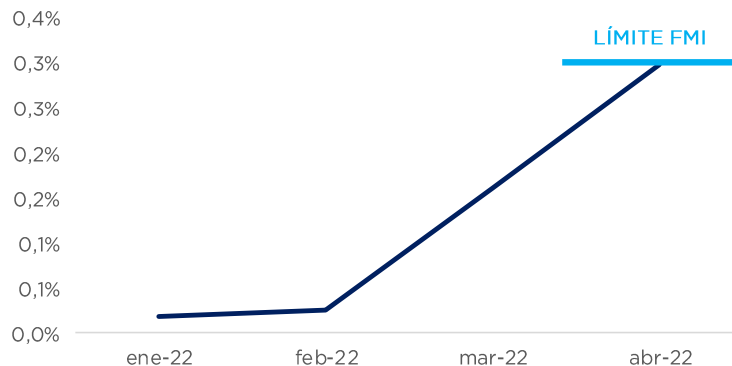
Tras la polémica por la contabilidad de los ingresos captados por “rentas de la propiedad” que sumaron \$226 MM netos en lo que va del año y registraron una variación de casi 1.000% respecto al primer cuatrimestre del 2021, el gobierno logró el respaldo del Fondo. A pesar de tratarse de ingresos no genuinos y que sin esa ayuda el gobierno hubiera fallado la meta fiscal del primer trimestre, el FMI validó la forma de contabilizarlos. Pero, el problema está en que definió un límite anual de 0,3% del PBI que ya se alcanzó en abril y, por lo tanto, a partir del mes que viene la diferencia entre lo captado por las emisiones de deuda del Tesoro y el valor nominal de la misma no podrá computarse.

## Entretiempo: la economía necesita otros cambios

Déficit primario acumulado  
(en % del PBI)



Rentas de la propiedad acumuladas  
(en % del PBI)



Fuente: Consultatio Investments en base a Mecon y FMI.

En cuanto al gasto, los subsidios económicos crecieron 148% interanual en abril mientras que el gasto social se aceleró a un ritmo anual de 82%.

El conflicto social suma un problema que es exacerbado por una inflación que corre a un promedio de 5,3% mensual en los primeros meses del año. La “solución” que le encontró el gobierno es cerrar paritarias por encima del nivel general de precios (aumentar la nominalidad) y la implementación del “IFE 4”. El costo fiscal del nuevo IFE (que será contabilizado seguramente en mayo) habría rondado el 0,3% del PBI y se habrá dado mucho antes de que tengamos alguna señal de avance de las ideas planteadas para su financiamiento (impuesto a la renta inesperada).

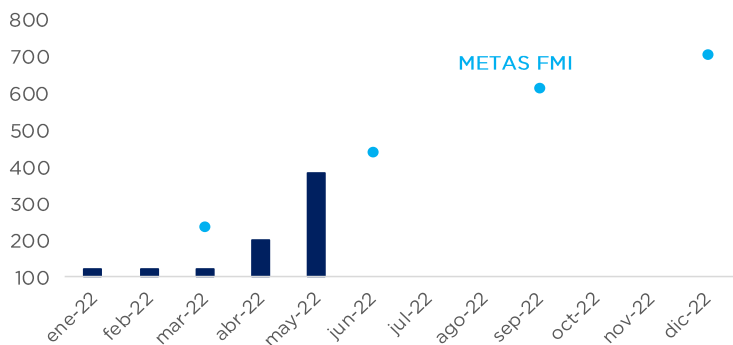
Con casi todas las categorías de gasto corriendo por encima de la inflación y sin la ayuda extra de los ingresos captados por las “rentas de la propiedad”, es casi un hecho que el gobierno no podrá cumplir con la meta fiscal de 2,5% del PBI pactada con el FMI para este año. Incluso la meta fiscal de junio ya está bajo amenaza: si depuramos el resultado fiscal base caja de los primeros meses del año de los ingresos extras captados por las “rentas de la propiedad” y del costo fiscal del nuevo IFE, ya estaría incumplida. El gasto debería más que ajustarse, pero todo indica que hasta el momento no es algo que esté en los planes de la administración actual.

## Entretiempos: la economía necesita otros cambios

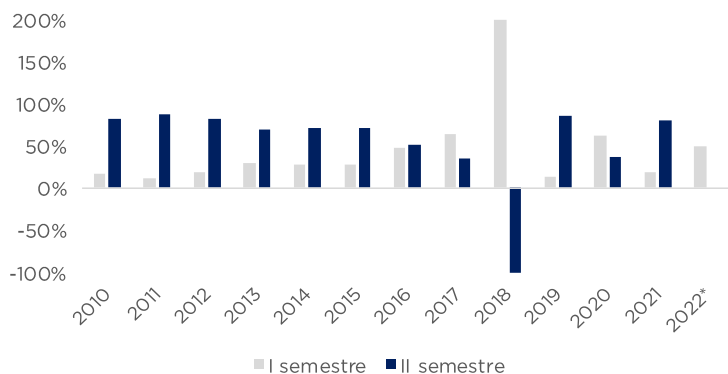
### META MONETARIA:

La tercera meta que luce difícil de alcanzar es la monetaria. En lo que va del año, el BCRA le giró al Tesoro \$381 MM en términos de Adelantos Transitorios, por lo que le restan apenas \$58 MM para alcanzar el número acordado con el FMI para junio. A esto se le suma que la primera licitación de mayo dejó un resultado que complica el panorama: el ratio de renovación de la deuda en pesos (103%) se ubicó bastante por debajo del requerido para lograr cumplir con la meta (129%).

Asistencia al Tesoro acumulada  
(en \$ MM)



Asistencia al Tesoro como % del total del año



Fuente: Consultatio Investments en base a BCRA y FMI.

(\*) Acumulado a mayo y como % del total acordado con el FMI.

El gobierno cuenta, en principio, con mecanismos para evitar el incumplimiento: i) la ayuda de agencias del sector público en las licitaciones; ii) seguir ofreciendo una canasta de instrumentos que estén en línea con las preferencias del mercado o iii) mayores incentivos a otros agentes del mercado, como los bancos. Lo negativo es que, de las tres metas, la de emisión monetaria parecía ser la más sencilla y lo peor es que hacia el segundo semestre el panorama no mejoraría ya que la estacionalidad de las variables casi siempre juega en contra de la economía argentina.

## Entretiempo: la economía necesita otros cambios

---

### Conclusión

La acumulación de incumplimientos tendrá costos en el futuro para el gobierno y para el FMI (que más temprano que tarde deberán tomar una posición frente a estos). Para la revisión de metas de junio ya se vislumbra un pedido de waiver casi seguro (acumulación de reservas) y otro probable (déficit fiscal), en tanto que, de no imponer cambios de rumbo firmes, la revisión de diciembre presentará incumplimientos mucho más severos (y bastante más difíciles de perdonar). Como planteamos, para la economía esos costos ya están empezando a pagarse bajo la forma de mayor incertidumbre macro y una exacerbación de los desequilibrios.

El calendario aquí debería ser el principal elemento que ordene el tratamiento de los problemas antes de que estos terminen de manifestarse plenamente: para el gobierno, postergar problemas para el año 2023 donde tiene elecciones no luce como una estrategia inteligente; y para el FMI esperar que se formalice el incumplimiento generalizado de metas (caída del acuerdo) cuando todo el mundo hoy ya descuenta que serán incumplidas sería una manifestación de negligencia que no necesita.

**INSTITUCIONALES & PARTNERS**

**Ingrid Epp**  
iepp@consultatioinvestments.com

**INSTITUCIONALES**

**Martín Deluca**  
mdeluca@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN BANCA PRIVADA**

**Alejandro Gorostiaga**  
agorostiaga@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN MINORISTA**

**Adriana Caceres**  
asesores@consultatioinvestments.com

**ESTRATEGIA**

**José Echagüe**  
jechague@consultatioinvestments.com

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com

## Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.